**עקרון "מניה אחת - קול אחד" – השוואה בינלאומית והשפעה על שוק ההון בישראל**

**דן וייס וטליה איינהורן[[1]](#footnote-1)\***

29 יוני 2023

עקרון "מניה אחת - קול אחד" מחייב סוג אחד של מניות בעלות זכויות הצבעה שוות בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לעומת זאת, קיום שני סוגי מניות בחברה מאפשר לייזמים לשמר את ניהול החברה הציבורית בידיהם גם כאשר זכויותיהם להנות מדיבידנדים מוגבלות. מאמר זה סוקר את תהליך חקיקת עיקרון זה בישראל, עורך השוואה בינלאומית, ומוצא כי בניגוד למצב החוקי בישראל, רב הבורסות המובילות בעולם המערבי מאפשרות מסחר במניות חברה כאשר בחברה קיימים שני סוגי מניות. מימצאים אמפיריים מראים כי החלק היחסי של הנפקות של מניות חברות עם מספר סוגי מניות עלה בשנים האחרונות בארצות הברית ומניות של חברות אלה מהוות חלק משמעותי של הקפי המסחר בבורסות רבות במערב. אסדרה רגולטורית המתירה שני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בחברות ציבוריות בישראל, חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין, וכל כיו"ב, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, תהיה עקבית עם החקיקה בעולם המערבי ותעודד חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

**1. מבוא**

בני הדור הרביעי של משפחת זלצבורגר שולטים בחברה הציבורית המוציאה לאור את העיתון New York Times. בחברה יש שני סוגי מניות. בני המשפחה מחזיקים בכ-1.4% ממניות מסוג A הנסחרות בבורסת NYSE בניו יורק וזכאיות למנות שלושה דירקטורים, וכמעט בכל המניות מסוג B, שאינן סחירות, וזכאיות למנות שישה דירקטורים. המשפחה שולטת בניהול העיתון באמצעות מינוי שבעה מתשעה הדירקטורים, אך זכאית לחלק זעיר מהדיבידנדים. באופן דומה, מרק צוקרברג שולט בפייסבוק וולארי פייג' וסרגיי גרין שולטים בגוגל-אלפאבט באמצעות אחזקת שני סוגי מניות כשלכל סוג יש זכויות שונות. לעומת זאת, עקרון "מניה אחת - קול אחד" התקף בישראל מחייב סוג אחד של מניות בעלות זכויות שוות בחברות ציבוריות שמניותיהן נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

עיקרון זה אומץ בישראל על ידי הכנסת ונכנס לתוקף ב-1 ביולי 1991 כסעיף 46ב לחוק ניירות ערך, התשנ"א-1990:[[2]](#footnote-2) בפרט, החוק קובע כי בהון החברה יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב. כחריג, החברה יכולה להנפיק מניות בכורה המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. החקיקה הושלמה לפני למעלה משלושים שנה ושוקי ההון השתנו במידה רבה במהלך תקופה זו. אנו משחזרים את הסיבות לחקיקה בישראל, את הפסיקה הרלבנטית, ועורכים השוואה בינלאומית של החקיקה הרלבנטית בבורסות שונות בארצות הברית, במדינות האיחוד האירופי ובהונג קונג ואף סוקרים את הקף הפעילות של חברות בעלות מספר סוגי מניות בשוקי הון במדינות המערב.

מבדיקתנו עולה כי במדינות מערביות רבות קיימת חקיקה שנטשה, או כלל לא אימצה, את עקרון "מניה אחת - קול אחד". להפך – ברב מדינות המערב החקיקה מתירה לסחור בבורסה במניות של חברות שיש בהן מספר סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות. בפרט, הרגולציה על הבורסות בארה"ב מאפשרת מזה עשרות שנים מסחר במניות של חברות ציבוריות שקיימים בהם מניות משני סוגים שונים (Dual Class Shares). בדרך כלל, מניות מסוג אחד נסחרות בבורסה ומקנות בעקר זכות לקבל דיבידנד ומניות מסוג שני אינן סחירות ומקנות בעקר זכות למנות דירקטורים ולשלוט בניהול החברה.

כמו כן, החקיקה במרבית מדינות אירופה אינה מאמצת את עקרון "מניה אחת קול אחד". במקביל, השאלה האם עקרון "מניה אחת קול אחד" הוא עיקרון רצוי העסיקה את נציבות האיחוד האירופי. נציבות האיחוד האירופי פירסמה ב-12/12/2007 נייר עבודה בדבר הערכת ההשפעה על היחס בין הון החברה לשליטה בחברה בחברות רשומות למסחר.[[3]](#footnote-3) נייר העבודה בחן שורה של אמצעים שקיימים במדינות החברות באיחוד האירופי המחזקים את השליטה בחברות הנסחרות בבורסה (CEMs Control Enhancing Mechanisms). על פי נייר העבודה, 44% מהחברות שנבחנו השתמשו בסוג אחד לפחות של CEM, כשהסוגים הנפוצים ביותר הם פירמידות, סוגי מניות אשר בהן כל מניה מזכה בזכויות הצבעה שונות (MVS, Multiple Voting Shares) והסכמים בין בעלי מניות. השורה התחתונה של נייר העבודה היא שלא נמצאה עדות אמפירית המצביעה על פגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות שאין להם שליטה בחברה. מאז פורסם נייר העבודה, לא היה שינוי רגולטורי בנושא זה ואין תכנית לבצע חקיקה של האיחוד האירופי שתדרוש מהמדינות החברות להחיל את העיקרון "מניה אחת - קול אחד". הבורסה לניירות ערך בהונג קונג ביטלה בתהליך הדרגתי את העיקרון לגבי חברות הי-טק לאחר שב-2013 חברת עליבאבא בחרה לרשום את מניותיה למסחר עם שני סוגי מניות בבורסת NYSE בניו-יורק במקום בהונג-קונג.

סקירת המשמעות הכלכלית של תשתית רגולטורית המתירה מסחר במניות של חברות שיש בהן מספר סוגי מניות בבורסות לניירות ערך מעלה מספר תובנות. ראשית, בשנים האחרונות קיימת עלייה משמעותית **בחלק היחסי של הנפקות** של חברות עם מספר סוגי מניות מכלל ההנפקות בארצות הברית. בעוד החלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות עמד על 5% עד 15% מכלל ההנפקות במהלך השנים 1993 עד 2014, בשנים 2015 עד 2020 חלה עלייה משמעותית לשעור של מעל 28% מההנפקות. עובדוה זו מצביעה כי חלק משמעותי מגיוסי ההון מהציבור באמצעות הנפקת מניות נעשית בחברות בהן קיימים מספר סוגי מניות.

המימצאים אף מראים כי **חלק החברות הציבוריות** בעלות מספר סוגי מניות עמד בשנת 2016 בארצות הברית על כ-9% מכלל החברות הציבוריות ובקנדה על כ-11%. באירופה, כ-47% (!) ממספר החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בשבדיה הינן בעלות מספר סוגי מניות, כ-32% בהונגריה, כ-31% בדנמרק, כ-27% בפינלנד, כ-20% ברוסיה, כ-12% בהולנד, כ-10% בגרמניה, כ-8% ביוון, כ-6% באוסטריה, כ-5% בשוויץ, כ-4% בצרפת, כ-3% באיטליה, כ-2% בנורבגיה, כ-2% בפורטוגל, כ-2% בספרד וכ-1% בבריטניה. לעומת זאת, רק בבלגיה, אירלנד, פולין וצ'כיה לא נסחרות מניות של חברות עם מספר סוגי מניות. תוצאות דומות עולות מבדיקת הקפי המסחר בניירות ערך של חברות עם מספר סוגי מניות בבורסות במדינות המערב. המסקנה העולה היא כי מסחר במניות של חברות ציבוריות בעלות מספר סוגי מניות מהווה חלק חשוב בפעילות של הבורסות ברב מדינות המערב.

קיומו של שוק הון משגשג חשוב למשק המדינה. הוא מאפשר לתאגידים עסקיים מכל הסוגים לגייס הון מהציבור וכנגד זה – פותח אפיקי השקעה נזילים בפני הציבור וגופים מוסדיים. אולם, כדי שישגשג שוק ההון בכלל והבורסה לניירות ערך בפרט, חייבת מדינת ישראל לבדוק באופן ביקורתי את התשתית המשפטית הקיימת הן ביחס לצרכי המשקיעים והן ביחס לצרכי החברות הציבוריות. התובנות העולות מהשוואת האסדרה החקיקתית הקיימת בישראל לחקיקה המקבילה במדינות מערביות ובבורסות זרות מצביעות כי עקרון "מניה אחת – קול אחד" אומץ בישראל בניגוד למקובל ברב מדינות המערב. חשיבות התובנות העולות מהמחקר ההשוואתי מתעצמת לאור העובדה שחברות יכולות לבחור את הבורסה אשר בה יבחרו לרשום את מניותיהן למסחר. לכן, ברור כי לעקרון "מניה אחת - קול אחד" החל בישראל מאז 1991 יש השלכות ישירות ועקיפות על הקף הפעילות הכלכלית והתפתחות שוק ההון בישראל. ברור כי ייזמים ובעלי שליטה השואפים לגייס הון תוך שימור הזכות לנהל את החברה יעדיפו לגייס הון בבורסות זרות המאפשרות שני סוגי מניות בעלות זכויות שונות. בפרט, האסדרה הקיימת מעלה חשש כי חברות משפחתיות וחברות הי טק ימנעו מגיוס הון בבורסה בתל אביב בשל תשתית רגולטורית שאינה מאפשרת מספר סוגי מניות. ברור כי על דיני ניירות הערך להגן על המשקיעים בשוק ההון, שאם לא כן הם ידירו רגליהם מהבורסה, אך לצורך זה ערים גם המחוקקים והרגולטורים במדינות המערב ואין סיבה להבדל משמעותי בנקודה זו בין שוק ההון בישראל לשוקי ההון במדינות המערב. בידי האסדרה בישראל להתיר סטיות מעקרון "מניה אחת – קול אחד" כדי לקדם את פתוח שוק ההון בישראל, והכל תוך כדי הסדרת כללים ראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין, וכל כיו"ב, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה. חקיקה עקבית עם החקיקה בעולם המערבי תעודד חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל אביב ותביא לצמיחת שוק ההון בישראל לטובת המשקיעים והחברות המגייסות הון.

**2. הליך החקיקה בו התקבל העיקרון "מניה אחת - קול אחד" בחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968**

**2.1 הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 10), התש"ן-1990[[4]](#footnote-4)**

העיקרון "מניה אחת - קול אחד" הועלה לראשונה בהצעת חוק מטעם הממשלה בתיקון מס' 10 לחוק ניירות ערך. ראשיתו היתה מצער. בהצעה הראשונית נאמר כי סעיף 46ב לחוק יתוקן כך ש”תנאי לרישום למסחר של מניות של חברה שמניותיה אינן רשומות למסחר הוא כי יהיה בהונה סוג מניות אחד בלבד, אשר מקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב; הוראה זו לא תחול על מניות בכורה ועל מניות מדינה מיוחדות." [[5]](#footnote-5) לדירקטוריון הבורסה הוענקו סמכויות לסרב לרשום נייר ערך למסחר בהתקיים ניגודי עיניינים מסויימים.

בדברי ההסבר הובהר, לעניין סעיף זה, כי

"בנושא סוגי המניות וזכויות ההצבעה, עמדת רשות ניירות ערך והבורסה לניירות ערך בתל-אביב, כפי שגיבשה לאחר בחינה ממושכת ומעמיקה של כל ההיבטים הרלוונטיים, ובמיוחד ההיבטים המיוחדים לשוק ההון בישראל, היא כי בחברות המבקשות לגייס הון מן הציבור, מן הראוי הוא כי החזקת מניות תקנה זכויות שוות ביחס לערכן הנקוב. המצב שבו מניות יסוד, או מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות, מנציחות בידי בעליהן את השיטה בחברה בלי יחס להון שהם השקיעו, בעוד הציבור מספק את רוב ההון לפעילות החברה, אינו מצב תקין ונאות. הועדה הציבורית בראשות שופט בית המשפט העליון אהרן ברק, אשר מכינה חוק חברות חדש, הודיעה כי אינה מתנגדת כי הבורסה תקבע בתקנונה הוראות כאלה, אשר יחולו על חברות שמניותיהן נסחרות בבורסה. מוצע אפוא להסמיך את הבורסה לקבוע כי בחברה המבקשת כי ניירות ערך שלה יירשמו למסחר יהיה סוג מניות אחד בלבד, המקנה זכויות הצבעה שוות ביחס לערכן הנקוב."

אלא שהתיקון לא הגיע להצבעה בכנסת. בדיון שהתקיים בכנסת ביום 1/9/1990, הודיע ח"כ אברהם שוחט, יו"ר ועדת הכספים, כי ההצעה הגיעה לוועדת הכספים רק שבועים קודם לכן. מאחר שתיקון מס' 10 מצריך דיון יסודי וארוך, הוצע להפריד מספר נושאים טכניים באותו תיקון, שעליהם הכנסת תצביע באותו יום, ולהמתין לסיום עבודת הוועדה במושב הבא של הכנסת שיתחיל ב-15/10/1990.

**2.3 הצעת חוק ניירות ערך (תיקון מס' 11), התש"ן-1990 (קריאה שנייה ושלישית)[[6]](#footnote-6)**

בדיון שהתקיים בכנסת ביום 3/12/1990 הודיע ח"כ שוחט כי ועדת הכספים קיימה מספר רב של ישיבות, שמעה מספר רב של מומחים, הונחו בפניה תזכירים רבים, אשר כולם התייחסו לתיקון המוצע. השינוי העיקרי שהביאה הוועדה לעניין חוק זה, לעומת הצעת הממשלה, הוא בכך שעניין שוויון זכויות ההצבעה, שבהצעת החוק היה מסור לשיקול דעתם של מתקיני תקנון הבורסה, נקבע כעת בחוק עצמו. בנוסף לכך, הסייג המאפשר הנפקת מניות בכורה שונה באופן שדבר זה יתאפשר רק אחרי שחלפה שנה מיום שהחברה רשמה את מניותיה למסחר בבורסה.

ההסתייגות היחידה בעניין זה הובעה על ידי ח"כ אריאל ויינשטיין, אשר הציע לחזור לנוסח הצעת החוק של הממשלה, כדבריו:

"מדינות רבות התלבטו בשאלה. במרביתן נקבע העיקרון כתקנה של בורסות מסוימות ולא בחקיקה ראשית, כפי שמוצע כאן על ידי הרוב בוועדת הכספים. בישראל התחבטה ועדת ברק, בראשות השופט העליון, היושבת מספר שנים ושוקדת על הכנת חוק חברות חדש. אני מבקש לבשר לבית, שלאחר ישיבות רבות ובהשתתפות אנשי האוצר, הבורסה והרשות, בסופו של דבר הגיעה הוועדה למסקנה, כי אין זה ראוי לקבוע את העיקרון של 'מניה אחת – קול אחד' כעיקרון מחייב בחוק חברות או בחוק ניירות ערך, ויש להותיר לחברה את ההחלטה כיצד לגוון את הון מניותיה בהתאם לעקרון 'חופש החוזים', זאת כדי לאפשר למומחים, קרי הבורסה והרשות, באישור ועדת הכספים, לקבוע את העיקרון וכן את הגמישות לסטות ממנו, אם יתברר, למשל, כי הנזק הטמון בו גדול מהתועלת".

קביעת העיקרון בחוק, לדעת ח"כ ויינשטיין, תייצר מסגרת נוקשה אשר קשה לשנותה.

בהצבעה שהתקיימה בעקבות דבריו של ח"כ ויינשטיין, התקבלה הסתייגותו ברוב של 9 נגד 7. אלא שמיד לאחר כך באה ההפתעה. ח"כ וינשטיין הודיע שהוא מסיר את ההסתייגות. ח"כ גדעון גדות השיב שלא יעלה על הדעת לעשות כן. "הכנסת איננה זירת התגוששות ב'נדמה לי'. ביקשת הסתייגות, הצבענו. כבוד הכנסת מחייב להצביע ולהמשיך הלאה". כעת ביקש ח"כ שמעון שטרית הצבעה חוזרת. ח"כ אברהם שוחט, מצידו, הודיע שהוא מבקש למשוך את החוק. כעת היה יו"ר הכנסת, ח"כ גדעון גדות, מוכן להצבעה חוזרת. בהצבעה זו תמכו 2 חברי כנסת בהסתייגות של ח"כ ויינשטיין ו-10 התנגדו לה, וכך נפלה ההסתייגות והחוק עבר את הקריאה השנייה והשלישית, בנוסח שהוצע על ידי ועדת הכספים (תיקון 11).

**3. העיקרון "מניה אחת - קול אחד" בפסיקה**

פסיקה ראשונה בענין זה הגיעה לאחר 15 שנה, בשנת 2015. בעניין *פריגו נ' מיילן*,[[7]](#footnote-7) החליטה הרשות לניירות ערך לנקוט מדיניות חדשה, מקילה בהחלת עקרון ה"מניה אחת - קול אחד", לגבי חברה זרה הרשומה ברישום דואלי בבורסה בתל אביב.

עובדות המקרה הרלוונטיות היו בתמצית כדלקמן:

הצדדים: פריגו, חברה ציבורית, הרשומה באירלנד, ומניותיה נסחרות ב-NYSE ובבורסה בתל אביב, היתה החברה השנייה בגודלה במדד "תל אביב 25". מיילן, חברה ציבורית הרשומה כתאגיד בהולנד, ומניותיה נסחרות ב-NASDAQ, פנתה ביום 6/4/2015 להנהלת פריגו בהצעת רכש למניותיה של חברת פריגו. משנענתה בשלילה, הודיעה מיילן ביום 24/4/2015 על התחייבותה להציע הצעת רכש לרכישת כלל המניות של פריגו, וביום 29/4/2015 פרסמה הודעה פומבית נוספת בעניין זה. בסופו של דבר, פרסמה מיילן את הצעת הרכש שלה לבעלי המניות של מיילן ביום 14/9/2015, לאחר שהפעילה "גלולת רעל" (כדי למנוע השתלטות של חברת טבע על מיילן, שחברת טבע נסוגה ממנה לאחר מכן), אשר כתוצאה ממנה הוקצו לקרן הולנדית – Stichting Preferred Shares Mylan – למעלה מ-488 מיליון מניות בכורה של מיילן, באופן שהקרן החזיקה ב-50% מזכויות ההצבעה במיילן.

פריגו עתרה לביהמ"ש שיצהיר כי הצעת הרכש של מיילן נעשתה שלא כדין וגם ביקשה צו המורה למיילן להימנע מכל פעולה בישראל בקשר להצעת הרכש ולצו המורה לרשות לניירות ערך להימנע מלאפשר פעולה כזאת. אחת הטענות, שהעלתה פריגו נגד מיילן, היתה שמיילן אינה עומדת בהוראות סעיף 46ב לחוק ניירות ערך. אמנם מיילן הודיעה שביום 19/9/2015 ביקשה הקרן הנ"ל לבטל את מניות הבכורה שהונפקו לה, אך הבקשה טעונה אישור האסיפה הכללית של מיילן, ועד למועד הביטול אין הצעה כדין של מיילן לציבור בעלי המניות של פריגו בישראל.

לטענת פריגו, תכלית סעיף 46ב היא למנוע מצב שבו מניות יסוד או מניות בעלות זכויות הצבעה עדיפות מבצרות שליטה בחברה, וכן למנוע מצב שבו הציבור מספק את מרבית ההון למימון פעילות החברה מבלי לקבל זכויות הצבעה ביחס ישר להשקעתו. פריגו הדגישה שהרשות לניירות ערך נקטה לאורך השנים בפרשנות תכליתית שלפיה גם קיומם של מנגנונים אחרים לביצור שליטה בחברה עומדים בניגוד להוראת סעיף 46ב לחוק.

בעקבות מנגנון "גלולת הרעל", שהופעל על ידי מיילן, קיימות בחברה שני סוגי מניות - מניות רגילות ומניות בכורה המוחזקות על ידי הקרן. אף על פי ששני סוגי המניות מקנים הצבעה שווה ביחס לערכן הנקוב, הרי שקיים יחס קיצוני של 1:3,772 בין עלות זכויות ההצבעה במניות הרגילות ובמניות הבכורה. לטענת פריגו, קודם שנחקק סעיף 46ב, הבורסה פרסמה הנחיות לפיהן האפשרות לרשום למסחר מניות בעלות זכויות הצבעה שונות הוגבלה ליחס מרבי של 1:5, מה עוד שאין כל ודאות שמניות הבכורה בהון המונפק של מיילן יבוטלו לפני תום תקופת הקיבול של הצעת הרכש.

זאת ועוד – לטענת פריגו, גם אם יבוטלו מניות הבכורה, לא יהיה בכך כדי לרפא את הפרת סעיף 46ב. במשך שנים נקטה רשות ניירות ערך בעמדה פרשנית ברורה, לפיה גם אם אין בהון המונפק של חברה מסוימת שני סוגי מניות, קיומם של מנגנונים לביצור שליטה (לרבות "גלולות רעל") עומדים בפני עצמם בניגוד להוראת 46ב. בעבר, פריגו עצמה ביקשה להירשם ברישום כפול מבלי לוותר על גלולת הרעל שאימצה, אך הרשות סירבה לכך. בעניין מיילן המצב אף חמור מכך, מפני שלקרן ניתנה זכות מתמשכת ורב-פעמית לממש את האופציות שבידיה בכל עת ולדרוש הקצאה מחדש של מניות הבכורה. לכן, גם אם מיילן תבטל את מניות הבכורה שכבר הונפקו, לא תהיה לקרן בעייה, לפי שיקול דעתה הבלעדי, לשוב ולממש את האופציה בעתיד, דבר היוצר הרתעה מראש. אמצעי נוסף לביצור שליטה, שנכלל בתקנות ההתאגדות של מיילן, נוגע לשינוי בהרכב הדירקטוריון. מינוי הדירקטורים נעשה על ידי הדירקטוריון, כאשר בעלי המניות יכולים להתנגד רק ברוב של 2/3 מהקולות, המהווים למעלה מ-50% מההון המונפק. יתר על כן, בכל מקרה של פיטורי דירקטור, הדירקטוריון הוא שימנה את הדירקטור החלופי, ואף אם כל חברי הדירקטוריון מפוטרים, יו"ר הדירקטוריון המפוטר יכול למנות את עצמו מחדש לדירקטוריון ואז למנות מחדש את כל הדירקטורים. משום כך, רכישת שליטה על הדירקטוריון של מיילן היא כמעט בלתי אפשרית. על פי חוות דעת של פרופ' אריה בבצ'וק, שהוגשה בתיק זה מטעמה של פריגו, בארצות הברית גלולות רעל כוללות שסתום בטיחות (safety valve), שמכוחו ניתן להחליף את הדירקטורים ולבטל את הגלולה.

פריגו טענה עוד שרישום מניותיה למסחר של מיילן בישראל, מבלי שנדרשה לוותר על המנגנונים לביצור השליטה, הוא פגיעה בעקרון השוויון. בעבר, כאשר פריגו ביקשה לרשום את מניותיה בבורסה בתל אביב בשנת 2005, היא נדרשה על ידי הרשות לניירות ערך, כאחד התנאים לרישום, לנטרל באופן מלא את מנגנון גלולת הרעל שהיה לה (שהיה חלש בהרבה מזה של חברת מיילן).

רשות ניירות ערך, בתגובתה לתביעה שהגישה פריגו, מסרה שעמדתה היא שאמנם יש לפרש את הוראת סעיף 46ב לחוק ניירות ערך פרשנות תכליתית, אך עם זאת יש להביא בחשבון את האינטרס בכך שחברות בינלאומיות יירשמו וייסחרו בבורסה הישראלית. משום כך, יש לפרש את הסעיף בצורה שונה כשמדובר בחברות המבקשות להירשם בחברות דואליות. משום כך, דרשה הרשות ממיילן שתזמן אסיפה כללית מיוחדת של בעלי המניות בתוך שלושה חודשים מיום הרישום של החברה למסחר בתל אביב, שעל סדר יומה יהיה ביטול מניות הבכורה שהוקצו לקרן. בתקופת הביניים, ממועד הרישום ועד ביטול המניות, לא תהיה לקרן אפשרות לעשות שימוש במניותיה למעט הצבעה על ביטולן, תנאי שכדי להבטיחו נדרשה הקרן להביא את מניותיה לנאמן. בנוסף, הרשות הודיעה למיילן שהפעלת הסכם האופציה של מיילן עם הקרן בעתיד, תוביל למחיקה יזומה של מיילן ממסחר בבורסה בישראל, כדי שלא להפר את סעיף 46ב.

לגבי תגובת הרשות, טענה פריגו כי אין מקום לקבל את ההסדר שהושג בין הרשות לבין מיילן. הפרשנות החדשה של הרשות, שניתנה לראשונה בעניינה של מיילן והנוגדת את הפרשנות הקודמת, הדווקנית, תפתח את האפשרות לכל אחד מחמישים התאגידים הרשומים ברישום כפול לאמץ "גלולות רעל", כמו אלה של מיילן. לאפליה כזאת אין הסמכה בחוק, אין הצדקה ואין תקדים. גם מנגנון מינוי הדירקטורים בחברה שקול למניית שליטה. יתר על כן, ההסדר לפיו הפעלת גלולת הרעל של מיילן תביא למחיקה של מיילן מהמסחר בבורסה הישראלית, לא זו בלבד שאינו מרפא את ההפרה של סעיף 46ב, אלא מזיק לציבור הישראלי פעמיים – ראשית, בשל הפרת סעיף 46ב כלפי הציבור שירכוש את המניות, ושנית – כאשר מיילן תימחק מהמסחר בישראל, על כל המשמעויות הקשות הנובעות מכך למשקיעים. פריגו הדגישה עוד את החלטת רשות ניירות ערך מ-2002 – "החלטה בעניין פרשנות סעיף 46ב(א) לחוק ניירות ערך" – לגבי הפרשנות של סעיף 46ב, אשר בה נאמר כך: "במקום בו לא החיל המחוקק במפורש דין שונה ביחס לתאגיד חוץ, חזקה עליו שנתכוון כי מעמדו של תאגיד חוץ לא יהיה שונה ממעמדם של כלל התאגידים, והוא יהיה כפוף לכל הוראות החוק ככל תאגיד אחר".

בהחלטת בית המשפט, שלא למנוע ממיילן את מתן הצעת הרכש לבעלי המניות של פריגו, קבע בית המשפט שאין בסעיף 46ב קביעה מפורשת וברורה השוללת את האפשרות לרשום למסחר בישראל חברה בעלת הוראות תקנון או הוראות חוזיות שעניינן בביצור השליטה של הנהלת החברה. הדרישה היתה היא שבחברה שתירשם למסחר יהיה סוג אחד בלבד של מיות המקנה זכויות הצבעה בהתאם לערכן הנקוב. החוק לא אסר אפוא במפורש את הרישום למסחר של חברות שיש בהן "גלולת רעל". בית המשפט הדגיש שרק עניינן של חברות דואליות נידון בתיק זה. משום כך, בית המשפט איננו בוחן את השאלה האם ניתן להתייחס באופן שונה לחברות ישראליות ולחברות זרות הרשומות ברישום דואלי.

בית המשפט הדגיש את יתרונותיו של הסדר הרישום הכפול, המגדיל את נפח הפעילות בשוק המקומי ומספק מקורות הכנסה לסקטור הפיננסי במדינה המארחת. מבחינת שוק ההון, הוא מגדיל גם את מגוון ניירות הערך הנסחרים. מטרתו של הסדר הרישום הכפול לא היתה לשפר את ההגנה על ציבור המשקיעים המשתתפים בשוק הישראלי. דבר זה גם מסביר את עמדת המחוקק לפיה יש לעודד רישום כזה תוך הסתמכות על כללי הבורסה במדינות הזרות שבהן החברות רשומות למסחר.

מסקנת בית המשפט היא שעמדה זו של המחוקק מחזקת את המגמה הליברלית בפרשנות סעיף 46ב ביחס לחברות זרות ברישום כפול, שכן קיומם של דינים תובעניים לגבי כללי הרישום עלולים לפגוע באטרקטיביות האפשרית של שוק ההון בישראל וברצונן של חברות זרות להירשם למסחר בבורסה בתל אביב. מאחר שהמחוקק סבר שרישום כזה רצוי, יש לפרש את סעיף 46ב באופן שיעודד אותו, או לפחות לא ירתיע חברות זרות מלהירשם בישראל, גם אם הייבוא של החברות הזרות שייסחרו בבורסה לא יתן הגנה "באופן הרמטי" על ציבור המשקיעים בישראל על פי אמות המידה הקיימות בישראל. משום כך, אין זה ניתן למנוע מנגנוני ביצור שליטה כגלולות רעל, שהן מותרות על פי דין מקום המושב של החברה.

יצויין שבחודש נובמבר 2015 כשלה הצעת הרכש של מיילן,[[8]](#footnote-8) לאחר שמרבית בעלי המניות דחו אותה. בעקבות כשלון הצעת הרכש, יישבו פריגו ומיילן את הסכסוך בבית המשפט הפדרלי בארה"ב.[[9]](#footnote-9) משום כך, ההחלטה היחידה שיש לנו בנושא זה היא זאת שניתנה בהליך הביניים על ידי כבוד השופטת רונן.

**4. עקרון "מניה אחת - קול אחד" – השוואה בינלאומית**

במדינות מערביות שונות הנהיגו מנגנונים אחרים ולא אימצו את עקרון "מניה אחת - קול אחד": מנגנונים מקדמי שליטה – מניות בעלות זכויות הצבעה רובניות (multiple voting rights shares), מניות ללא זכות הצבעה (וללא זכויות בכורה) ומניות בכורה ללא זכות הצבעה. בנוסף לכך, חוקי מדינות מאפשרים מבנה פירמידלי, שיש בו כדי להקהות את יעילות העיקרון הדמוקרטי. לבסוף, ניתן למצוא בחוקים מדינתיים מנגנונים מנציחי שליטה (lock-in mechanisms) – מניות עדיפות (priority shares) ותעודות הפקדה (depository certificates). בישראל מותרים הסכמי שליטה בין בעלי מניות, אך החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, הגביל מאד את השימוש בפירמידות. הדיון להלן סוקר את המנגנונים הקיימים במספר מדינות מערביות – מדינות ארצות הברית וארצות הברית עצמה; מדינות חברות באיחוד האירופי והאיחוד האירופי עצמו.

**4.1 מדינות ארצות הברית וארצות הברית (הממשל הפדרלי)**

**4.1.1 חקיקה לגבי עקרון "מניה אחת - קול אחד"**

דיני החברות בארצות הברית, כמו תחומים אחרים של המשפט הפרטי, נתונים – על פי החוקה האמריקאית – לסמכות השיפוט החקיקתית של כל מדינה (להבדיל מחקיקה פדרלית בתחומים שנמסרו לסמכות השיפוט החקיקתית של הקונגרס האמריקאי). בדיני ניירות ערך, לעומת כן, נקבעה סמכות מקבילה. יש דיני ניירות ערך פדרליים לצד דיני ניירות ערך מדינתיים (Blue Sky Laws). ריקותם (emptiness) של השמיים הכחולים שימשה כמטפורה לתרמית שעמדה ביסוד ההנפקה של ניירות ערך מסויימים שעל שמם נקראו חוקים אלה, שאומצו על ידי המחוקקים כדי למנוע את הריקות והיעדר הערך של ניירות ערך אלה על ידי קביעת חובות גילוי למשקיעים.[[10]](#footnote-10)

הזכות להצביע היא זכות טבועה הכרוכה בבעלות במניות.[[11]](#footnote-11) משום כך, לכל בעל מניות הזכות להצביע, שאותה אי אפשר למנוע ממנו ללא הסכמתו. כלל ברירת המחדל הוא שכל מניה, ללא קשר לסוג המניות עימו היא נמנית, מזכה את בעליה בקול אחד, אלא אם כן נקבע אחרת בתקנון החברה.[[12]](#footnote-12)

תחילה, גישת המשפט המקובל בארצות הברית זיכתה כל בעל מניות בקול אחד, ללא קשר למספר המניות שבבעלותו.[[13]](#footnote-13) במאה ה-18, כלל זה הומר לנטייה לזכות כל מניה בקול אחד, ובחלק ממדינות ארצות הברית כלל זה התקבל אף כהוראה מנדטורית (ז"א, הוראה שאי אפשר להתנות עליה) בחקיקה המדינתית.[[14]](#footnote-14)

חוק החברות הראשון של מדינת דלאוור השאיר את עניין זכויות ההצבעה לתקנות החברה. כל חברה היתה זכאית לקבוע "כמה מניות תזכינה את בעל המניות לקול אחד או יותר".[[15]](#footnote-15) ב-1897, שינתה החוקה של דלאוור כלל זה, בקובעה (בסעיף 9) כי –

"In all elections where directors are managers of stock corporations, each shareholder shall be entitled to one vote for each share of stock that he may hold."

ואולם ב-1901 תוקנה החוקה של מדינת דלאוור והוראה זו בוטלה. במקביל, חוקק ה-General Corporation Law,[[16]](#footnote-16) אשר סעיף 17 בו קבע כי יחול הכלל "מניה אחת - קול אחד", אלא אם כן נקבע אחרת בתעודת ההתאגדות ("unless otherwise provided in the certificate of incorporation"). כך הפך הכלל המנדטורי לכלל ברירת מחדל. כלל זה השתמר בסעיף 212(א) של החוק הנוכחי, שנותר למעשה ללא שינוי מאז 1901.

במאה ה-19 ביקשו מספר מדינות בארצות הברית להתנסות בהוראות חקיקה שהגבילו את כוח ההצבעה של כל בעל מניה יחיד שהוא.[[17]](#footnote-17) ואולם, עד סוף המאה ה-19 הגבלות חוקיות אלה נזנחו.[[18]](#footnote-18)

הן ה-Model Business Corporation Act (1969) (33§)[[19]](#footnote-19) והן ה-Revised Model Act (7.21§), קובעים במפורש כי כל מניה בחברה, ללא קשר לסוג המניות עימו היא נמנית, זכאית לקול אחד בכל עניין המובא להצבעה באסיפת בעלי המניות בחברה, *אלא אם כן נקבע אחרת בתקנות ההתאגדות של החברה*" (ההדגשה הוספה).[[20]](#footnote-20) על פי ה-Model Business Corporation Act (6.01§), אפשר שיהיו בחברות סוגים, או סדרות, של מניות, אשר להן זכויות הצבעה שונות (לרבות מניות שאינן מעניקות זכות הצבעה כלל), ובלבד שהדבר נקבע במפורש בתקנות ההתאגדות. ואולם, גם לבעלי המניות שאין בצידן זכות הצבעה יש זכות הצבעה מוגבלת כאשר מדובר בתיקון אשר ישפיע על זכויותיהם.[[21]](#footnote-21) כמעט כל מדינות ארצות הברית, לרבות אלה שאימצו חוקים שלא על פי ה-Model Act, מסמיכות חברות להנפיק סוגי מניות שונים עם מגוון של זכויות הצבעה (לרבות מניות ללא זכות הצבעה), בכפוף רק למספר הגבלות, כמו אלה שנידונו לעיל.[[22]](#footnote-22)

מחקר מקיף של התפתחות דיני ניירות ערך בארצות הברית קובע כי זו הושפעה יותר מכל מהגותו של שופט בית המשפט העליון של ארצות הברית, לואיס ברנדייס, אשר בספרו *Other People's* *Money* מ-1914, טען בלהט כי הגילוי הוא התרופה למחלות החברה והתעשייה ככלל ולסכומים הגבוהים מדיי שגובים החתמים בפרט.[[23]](#footnote-23) ידועה אמרתו כי "אור השמש הוא הטוב בחומרי החיטוי ואור החשמל הוא השוטר היעיל ביותר".[[24]](#footnote-24)

אדם נוסף שהותיר את חותמו על דיני ניירות ערך בארצות הברית היה פרופ' וויליאם דגלאס מאוניברסיטת ייל, שב-1934 התמנה על ידי הנשיא רוזוולט לרשות ניירות ערך הפדרלית, ואחר כך גם שימש כיו"ר הרשות (ולימים, לאחר פרישתו של ברנדייס, מונה להיות שופט בית המשפט העליון), שטען שלא די בגילוי נאות, שכן כל המידע איננו נהיר לרוכשי המניות שלא הוכשרו להבינם או שחסרה להם האינטליגצניה לכך. משום כך יש צורך באסדרה נוספת ובפיקוח שירתום את אמצעי הייצור לא רק להפקת רווח אלא לשירות שיועיל טובת הציבור.[[25]](#footnote-25)

בין שתי הגישות, בחר הנשיא רוזוולט בזו התומכת בפילוסופית הגילוי, אשר קבעה את תוכן חוק ניירות ערך הפדרלי משנת 1933. עם זאת, גם להשקפתו של דגלאס היתה השפעה. הדברים באו לידי ביטוי בדבריו של הנשיא רוזוולט לקונגרס ביום 29 במרס 1933:[[26]](#footnote-26)

There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information, and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. . .

The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business.

This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt in on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and other corporations.

What we seek is a return to a clearer understanding of the ancient truth that those who manage banks, corporations, and other agencies handling or using other people's money are trustees acting for others.

**4.1.2 אסדרה באמצעות הבורסות לניירות ערך**

ברבע הראשון של המאה ה-20 החלה להתגבר בין חברות אמריקאיות, הנסחרות בבורסה של ניו יורק, הנטייה להגביל את זכויות ההצבעה של סוגים מסוימים של בעלי מניות, מתוך מטרה לאפשר למיעוט בעלי המניות לקיים את השליטה בחברה.[[27]](#footnote-27) ב-1926 החליטה הבורסה של ניו יורק (NYSE, New York Stock Exchange) לראשונה להתנגד לרישום חברה כזו למסחר.[[28]](#footnote-28) ה-NYSE התמידה בגישה זו ואף הקשיחה אותה, מהטעם שלדעתה זכות ההצבעה היא "זכות טבועה" של כל בעל מניה.[[29]](#footnote-29) ב-NYSE Listed Company Manual נאמר ש"בהתאם למדיניותה המתמדת של הבורסה לעודד סטנדרט גבוה של דמוקרטיה תאגידית, מצופה מכל חברה רשומה לנהוג על פי כללים מסוימים שמטרתם לשמר סטנדרטים ראויים של אחריות תאגידית, יושרה ואחריותיות (accountability) כלפי בעלי המניות".[[30]](#footnote-30) על יסוד הצהרות אלה ואחרות דוגמתן מנעה ה-NYSE את הרישום של חברות במספר מקרים.

ואולם, ב-1984 מינתה ה-NYSE תת-ועדה לעניין השתתפות בעלי מניות ותקני איכות לרישום.[[31]](#footnote-31) הטעם לכך היה שהמשך המדיניות של "מניה אחת - קול אחד", היה מביא לאובדן של מספר רישומים בפועל ובכוח לטובת רישומים ב-NASDAQ או ב-AMEX, שאף אחת מהן לא קיימה מדיניות מעין זו שהיתה קיימת ב-NYSE. מנהלי החברות ביקשו למנוע השתלטות (takeover) על החברות, ויצירת סוגי מניות שונים היתה דרך יעילה להתגונן מפניה.[[32]](#footnote-32) בינואר 1985 המליצה הוועדה שה-NYSE לא תוסיף עוד למנוע את הרישום של חברות המבקשות להנפיק סוגי מניות שונים עם מגוון זכויות הצבעה. הם אמנם התנו את הרישום, לגבי חברות קיימות, בכך שיתקיימו התנאים המצטברים הבאים: ההנפקה תאושר על ידי 2/3 מכלל המניות הזכאיות להצביע על ההצעה; שאם יש בחברה רוב של דירקטורים בלתי תלויים, רוב הדירקטורים הבלתי תלויים יאשרו את ההצעה ואם אין רוב של דירקטורים כאלה, יידרש אישורם של כל הדירקטורים הבלתי תלויים; שיחס זכויות ההצבעה בין המניות השונות לא יעלה על אחד לעשר; ושזכויותיהם של בעלי שני סוגי המניות יהיו באופן מהותי זהות, פרט לעניין כוח ההצבעה שיש לכל מניה.

תחת לחץ של תת-הוועדה לענייני ניירות ערך של הסנאט האמריקאי, אשר איימה כי תחוקק חוק פדרלי שיכפה את העיקרון הדמוקרטי של "מניה אחת - קול אחד", התכנסו פקידי שלוש הבורסאות לניירות ערך, ה-NYSE, AMEX וה-NASD כדי לנסות לאחד את הכללים, ואולם השיחות כשלו. וכך, ב-1986 מנהלי ה-NYSE החליטו לאשר את ההצעה המתירה רישום של סוגי מניות שונים עם מגוון זכויות הצבעה, אף ללא ההגבלות עליהן המליצה הוועדה. במקום זאת, נקבע שחברה הרשומה כבר למסחר תצטרך לקבל את אישורם של רוב בעלי המניות המוחזקות בידי הציבור, וכן את אישורם של רוב הדירקטורים הבלתי תלויים.

יצוין כי התהליך לווה במחקרים אקדמיים, מחד גיסא,[[33]](#footnote-33) ובמחקרים שערכה ה-SEC (רשות ניירות ערך הפדרלית בארה"ב, Securities Exchange Commission), מאידך גיסא. בדצמבר 1986 ערכה רשות ניירות ערך הפדרלית שני ימי שימוע פומבי, שבעקבותיהם חזרו ונפגשו פקידי שלוש הבורסות בניו יורק. בסופו של התהליך, שכלל קבלת 1100 תגובות, אימצה רשות ניירות ערך הפדרלית בחודש יולי 1988 את כלל 19c-4, אשר בו תמכו 1000 מהמגיבים. הכלל שקבעה ה-SEC התקבל באופן אוטומטי גם על ידי שלוש הבורסות. כלל זה קבע שורה ארוכה של חריגים מעקרון ה"מניה אחת - קול אחד", ביניהם כל הנפקה ראשונית לציבור (initial public offering); הנפקה מאוחרת יותר המקנה מספר נמוך יותר של קולות לכל מניה מהמניות המונפקות בשלב המאוחר יותר; כל תכנית הנפקה של מנפיק זר; גלולות רעל; ועוד.[[34]](#footnote-34)

ב-1990 הכריז בית המשפט הפדרלי לערעורים של ה-District of Columbia שכלל 19c-4 איננו חוקתי, באשר ל-SEC לא הוקנתה הסמכות לחוקק כלל כזה, בין היתר מאחר שהכלל מפקח במישרין על חלוקת הסמכויות בין סוגי בעלי מניות, ומשום כך חורג מסמכות ה-SEC על פי סעיף 19 לחוק ניירות ערך מ-1934.[[35]](#footnote-35) עם זאת, לא היה בפסק הדין כדי למנוע את הבורסות להמשיך לאמץ את הכלל באופן עצמאי וכך לחייב את החברות המבקשות לרשום את מניותיהן למסחר בבורסה. ואכן כך נהגו ה-NYSE ו-NASD. מאז 1994 יש התאמה בין הכללים החלים בשלוש הבורסות בניו יורק, שבין היתר קובעים בחינה על ידי הבורסה, האם חברה המבקשת לרשום את מניותיה למסחר נדחתה בעבר על ידי אחת הבורסות האחרות בשל הפרת המדיניות של אותה בורסה לגבי זכויות הצבעה.[[36]](#footnote-36) במיוחד, נקבע פטור לחברות זרות (ז"א, חברות שמשרדן הרשום במדינה זרה), אשר מניותיהן יכולות להתקבל לרישום על ידי כל אחת מהבורסות של ניו יורק ככל שזכויות ההצבעה עומדות בדרישות שקבעה אותה בורסה, או ככל שזכויות ההצבעה אינן סותרות את זכויות ההצבעה שנקבעו בחוקי מדינת הבית של החברה הזרה.[[37]](#footnote-37)

ביחד, עולה כי הרגולציה על הבורסות בארה"ב מאפשרת מזה עשרות שנים מסחר במניות של חברות ציבוריות שקיימים בהם מניות מסוגים שונים (Dual Class Shares). בדרך כלל, מניות מסוג אחד נסחרות בבורסה ומקנות בעקר זכות לקבל דיבידנד ומניות מסוג שני אינן סחירות ומקנות בעקר זכות למנות דירקטורים ולשלוט בניהול החברה.

**4.2 האיחוד האירופי ומדינות האיחוד האירופי**

עקרונית, גם באיחוד האירופי דיני החברות מוסדרים במשפט הפרטי של כל מדינה חברה בנפרד, ואינם בגדר סמכות האיחוד האירופי. ואולם, באיחוד האירופי קיים, מזה עשרות שנים, בעיקר מאז 1992, הליך התאמה של הדינים בתחומים רבים שיש להם השפעה על התפקוד של השוק הפנימי (functioning of the internal market) בין המדינות, שנעשה באמצעות הנחיות (directives), שהן חקיקה של האיחוד האירופי שעל כל מדינה לחוקק לתוך המשפט המדינתי עד למועד שנקבע בהנחיה הספציפית.[[38]](#footnote-38) מטבע הדברים שתחומים מגוונים של דיני החברות עברו הליך התאמה שכזה.[[39]](#footnote-39)

**4.2.1 הדין האנגלי**

בדין האנגלי מספר הסוגים של מניות שחברה, פרטית או ציבורית, רשאית להנפיק מוגבל רק למספר המניות הכולל.[[40]](#footnote-40) בפועל, עם זאת, למרבית החברות הציבוריות אין סוגים רבים של מניות. בדרך כלל סוגי המניות והזכויות שיש לכל סוג נקבעים בתקנות החברה, אבל – בניגוד למצב במדינות אחרות שבהן קיימת שיטת המשפט המקובל – אין חובה לעשות כן. עם זאת, החוק מבטיח שבמסמכים הציבוריים של החברה יימסר מלוא המידע לגבי הזכויות שכל סוג של מניות מקנה. אם החברה מחליטה לשנות את הזכויות הצמודות לסוג מניות מסוים, יש למסור הודעה על כך גם כן. ככל שההודעה על ההנפקה איננה קובעת זכויות מיוחדת למניות, הן נחשבות כמקנות זכויות שוות. ואולם, אם נעשתה חלוקה לסוגים, הרי שעצם החלוקה מפריכה את חזקת השוויון.

**4.2.2 מדיניות האיחוד האירופי**

השאלה האם העיקרון "מניה אחת קול אחד" הוא עיקרון רצוי העסיקה את נציבות האיחוד האירופי. לשם קבלת דעה מושכלת הזמינה הנציבות מ-Institutional Shareholder Services, דו"ח לבחינת העיקרון, שהוכן והוגש ב-2007 בשיתוף פעולה עם Shearman&Sterling LLP ו-European Corporate Governance Institute (ECGI).[[41]](#footnote-41) לאחר קבלת הדו"ח, פרסמה נציבות האיחוד האירופי ב-12/12/2007 נייר עבודה בדבר הערכת ההשפעה על היחס בין הון החברה לשליטה בחברה בחברות רשומות למסחר.[[42]](#footnote-42)

מחברי נייר העבודה בחנו שורה של אמצעים שקיימים במדינות החברות באיחוד האירופי המחזקים את השליטה בחברות הנסחרות בבורסה (CEMs, Control Enhancing Mechanisms). על פי נייר העבודה, 44% מהחברות שנבחנו השתמשו בסוג אחד לפחות של CEM, כשהסוגים הנפוצים ביותר הם פירמידות, סוגי מניות אשר בהן כל מניה מזכה במספר זכויות הצבעה (MVS, Multiple Voting Shares) והסכמים בין בעלי מניות.

נייר העבודה של הנציבות האירופית בחן שלוש אופציות – לאסור על קיומם של ה-CEMs, ובפרט לתבוע שיכובד עקרון שיוויון הזכויות לכל בעלי המניות – "מניה אחת - קול אחד". השנייה – להגביר את השקיפות לגבי ה-CEMs. השלישית – לא לעשות דבר ולהמשיך להסתמך על מנגנוני האסדרה הקיימים.

באשר לאפשרות הראשונה, המסמך מציין שהמחקרים הכמותיים, שנעשו על המידה שבה בעלי מניות שליטה בחברות אכן מנצלים את המצב לרעתם של בעלי המניות האחרים, הם בשלב כה ראשוני שאי אפשר להסיק מהם דבר לגבי סכנה אפשרית הנובעת מההפרדה בין השליטה לבין הבעלות במניות, מה עוד שניתן לעקוף איסור כזה באמצעות מבנים פירמידליים והסכמים בין בעלי מניות. יתר על כן, קיים חשש שלעמידה על עקרון "מניה אחת - קול אחד" עלולות להיות השלכות לא רצויות במיוחד לגבי חברות משפחתיות שתימנענה מלגייס כספים בשוק ההון.

באשר לאפשרות השנייה, ה-European Coroporate Governance Forum, שנשאל לדעתו בנושא זה, העלה שלוש הצעות – ראשית, שחברות נסחרות תידרשנה לספק הסבר מנומק לגבי המטרות וההשפעות של ה-CEMs שהן משתמשות בהם; שנית – שבמקרים מסויימים יידרשו בעלי מניות לספק מידע לגבי הגודל והסוג של החזקותיהם, וכן לגבי המדיניות שלהם כשהם מפעילים את הכוחות הנתונים להם מכוח החזקותיהם; שלישית – שהחברות ובעלי המניות יידרשו לפעול ביתר שקיפות לגבי השימוש שלהם בפועל במנגנונים הלא פרופורציוניים. עם זאת, מחברי נייר העבודה ציינו שיש טיעונים נגד הצעות אלה, למשל הסיכון שחברות תסתפקנה במתן הסברים פורמליסטיים ושהמשקיעים שיתבעו לקבל גילוי נוסף מצידם יידרשו לשלם עבור מידע נוסף.

מסקנת מחברי נייר העבודה היא שלשתי האופציות יש עלויות ברורות, כאשר מנגד התועלת שבהן מוטלת בספק.

באשר לאפשרות השלישית, החקיקה של האיחוד האירופי בתחום דיני החברות כבר מכילה הוראות לגבי שקיפות המתייחסות במישרין וגם בעקיפין לסיכונים שעלולים לנבוע מה-CEMs. בין אלה ניתן לציין את הנחיית השקיפות (Transparency Directive), ההנחיה בדבר הצעות השתלטות על חברות (Takeover Bids Directive), ה-Auditing Directive וה-Shareholders' Rights Directive.

לכאורה קיומם של CEMs בחברות הנסחרות בבורסה עלול לאפשר לבעלי מניות שהם בעלי שליטה בחברות להפיק מהחברות רווחים על חשבונם של בעלי המניות שאינם בעלי שליטה, במיוחד משקיעים פרטיים ומשקיעים מוסדיים (קרנות פנסיה, למשל). אולם, מחקרים אמפיריים לא סיפקו ראיות משמעותיות שאכן כך המצב, פרט למקרים שערורייתיים יוצאי דופן. מרבית המשקיעים שנשאלו לדעתם על ה-CEMs הביעו את דעתם השלילית, במיוחד לגבי מניות בכורה, מניות זהב, מבנים פירמידליים, MVS. משקיעים גם תבעו יתר שקיפות לגבי ה-CEMs כדי לשפר את המידע שיש להם על קיומם ועל ההשפעה של כל אחד מהם.

השורה התחתונה של המסמך היא שבהיעדר מחקר אמפירי המצביע על הפגיעה בזכויותיהם של בעלי מניות שאין להם שליטה בחברה, אימוץ העיקרון בידי האיחוד האירופי לא יהיה מידתי – כי יכיל סיכון להטלת עלויות משמעותיות על החברות וגם על משקיעים בלא שיניב תועלת למשקיעים שתאזן את הסיכון.

מאז פורסם נייר העבודה, לא היה שינוי רגולטורי בנושא זה ואין בנמצא תכנית לבצע חקיקה של האיחוד האירופי שתדרוש מהמדינות החברות להחיל את העיקרון "מניה אחת - קול אחד".

באיטליה החוק שונה באופן שחברות נסחרות בבורסה רשאיות כעת, בדומה למצב במדינות חברות אחרות, דוגמת צרפת, להעניק "מניות נאמנות" (loyalty shares), בעלות זכות הצבעה כפולה, לבעלי מניות שהתמידו להחזיק במניותיהן במשך שנתיים רצופות. בנוסף, חברות המבקשות להציע מניות למסחר בבורסה, רשאיות קודם להנפקה ליצור הון מניות הכולל קבוצות בעלות זכויות הצבעה שונות – כפולות ומשולשות (אך לא יותר מכך) מאלה של המניות הרגילות, והן רשאיות לשמר את הקבוצות השונות גם לאחר ההנפקה.[[43]](#footnote-43)

הדחיפה לשינוי החוק באיטליה נבעה מההגירה של חברת פיאט, בעקבות המיזוג עם חברת קרייזלר, לבורסה בהולנד, שם חברה נסחרת בבורסה רשאית להנפיק מניות עם זכויות הצבעה שונות. הגמשת העיקרון גם מקילה על הפרטת חברות ממשלתיות תוך מתן מניית זהב לגוף ממשלתי.

עוד מתברר שמדינות האיחוד האירופי פועלות למנוע הגירה של חברות ציבוריות מהבורסות שבתחומן. הן אימצו בפועל מגמה של ליברליזציה (לא מושלמת) באוטונומיה של בעלי שליטה ומנהלי חברות לשמר את שליטתם בחברות, המאוזנת באופן חלקי על ידי קביעת הוראות מנדטוריות נוספות המספקות הגנה לבעלי מניות מיעוט.[[44]](#footnote-44) באשר לשאלה אם יש בכך כדי למנוע הגירה של חברות מתחומן, אין עדיין תשובה.

**4.3 הבורסה בהונג-קונג**

ב-2013 חברת עליבאבא בחרה לרשום את מניותיה למסחר בניו-יורק במקום בהונג-קונג, לאחר שכשלו מאמציה לשכנע את הבורסה בהונג-קונג לסטות מהעיקרון של "מניה אחת - קול אחד". עמדתה העקרונית של הבורסה בהונג-קונג זכו לתשבחות ממי שקיווה שבאמצעות העמידה על העיקרון תהיה הבורסה בהונג-קונג אטרקטיבית לחברות מיבשת סין, גם אם לא תהפוך לשער לחברות מערביות לשוק הסיני.[[45]](#footnote-45)

בינואר 2018 התהפכה המגמה, כשהבורסה של הונג-קונג ריככה את העיקרון לגבי חברות הי-טק, להן הותר להנפיק קבוצות שונות של מניות שיש להן מה שכונה WVR, Weighted Voting Rights, אך ההחזקה במניות מרובות הקולות הותרה רק לאנשים פרטיים.[[46]](#footnote-46) הרקע לכך היה ההתפתחות הטכנולוגית בסין, הקמתן של חברות "הכלכלה החדשה" והחשש של הבורסה בהונג-קונג שחברות אלה תבחרנה גם כן לנהוג כפי שנהגה עליבאבא.

בינואר 2020 פרסמה הבורסה של הונג-קונג הצעה, על פיה גם חברות תוכלנה להחזיק במניות ה-WVR.[[47]](#footnote-47) יצרנית הטלפון הסמארטפון Xiaomi היתה החברה הראשונה שנרשמה למסחר בהונג-קונג במתכונת זאת. הבורסה של הונג-קונג הסבירה את הצעד שנקטה ברצונה למשוך חברות טכנולוגיה שתירשמנה אצלה למסחר, שכן קודם לשינוי בכללים רוב החברות בבורסה היו מתחום השירותים הפיננסיים והנדל"ן.

**5. מבט אמפירי לפרקטיקה במדינות שונות**

לאור המצב המשפטי, סקרנו את חלק החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות בשוקי ההון במדינות שונות באמצעות עדויות שדווחו בספרות המימון והחשבונאות. לגבי ארצות הברית, תרשים מספר 1, הלקוח ממאמרם של אגגרבל, אלדר והוכברג משנת 2022,[[48]](#footnote-48) מציג עלייה משמעותית בחלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות. בעוד החלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות עמד על 5% עד 15% מכלל ההנפקות במהלך השנים 1993 עד 2014, בשנים 2015 עד 2020 חלה עלייה משמעותית לשעור של מעל 28% מכלל ההנפקות. עובדות אלה מצביעות כי חלק משמעותי מגיוסי ההון מהציבור באמצעות הנפקת מניות נעשית בחברות בהן קיימים מספר סוגי מניות, והכל ברוח התשתית הרגולטורית בארצות הברית המאפשרת להנפיק מניות של חברות שיש בהן שני סוגי מניות.

כמו כן, חשוב ללמוד באיזה מידה נפוץ מסחר בבורסות במניות חברות שיש בהן מספר סוגי מניות במדינות שונות. חלק I בתרשים 2 הלקוח ממאמרם של קים, מתוס וקסו משנת 2018 מראה כי **מספר החברות הציבוריות** בעלות מספר סוגי מניות עמד בארצות הברית בשנת 2016 על כ-9% מסה"כ מספר החברות הציבוריות ובקנדה על כ-11% בהתאמה. באירופה, כ-47% (!) ממספר החברות הציבוריות שמניותיהן נסחרות בשבדיה הינן בעלות מספר סוגי מניות, כ-32% בהונגריה, כ-31% בדנמרק, כ-27% בפינלנד, כ-20% ברוסיה, כ-12% בהולנד, כ-10% בגרמניה, כ-8% ביוון, כ-6% באוסטריה, כ-5% בשוויץ, כ-4% בצרפת, כ-3% באיטליה, כ-2% בנורבגיה, כ-2% בפורטוגל, כ-2% בספרד וכ-1% בבריטניה. לעומת זאת, בבלגיה, אירלנד, פולין וצ'כיה לא נסחרות מניות של חברות עם מספר סוגי מניות.

מימצאים דומים עולים כאשר בודקים את **החלק היחסי של הקף המסחר** במניות חברות שיש בהן מספר סוגי מניות במדינות שונות. חלק II בתרשים 2 הלקוח ממאמרם של קים, מתוס וקסו משנת 2018[[49]](#footnote-49) מראה כי החלק היחסי של המסחרבמניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בארצות הברית בשנת 2016 על כ- 10% מסה"כ המסחר, ובקנדה על כ-14% בהתאמה. באירופה, החלק היחסי של המסחרבמניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות עמד בשבדיה על כ-70% (!), על כ-49% בהונגריה, כ-62% בדנמרק, כ-31% בפינלנד, כ-18% ברוסיה, כ-24% בהולנד, כ-16% בגרמניה, פחות מ-1% ביוון, כ-2% באוסטריה, כ-24% בשוויץ, כ-22% בצרפת, כ-23% באיטליה, כ-4% בנורבגיה, פחות מ-1%בפורטוגל, כ-4% בספרד וכ-3% בבריטניה. קל לראות כי בכמעט כל המדינות ההקף היחסי של המסחר במניות חברות ציבוריות עם מספר סוגי מניות גדול משמעותית ממספרן היחסי של החברות הללו מתוך סה"כ מספר החברות הציבוריות. עובדה זו מצביעה על החשיבות הרבה של חברות אלה למסחר ולפעילות בשוקי ההון.

לעקרון "מניה אחת - קול אחד" חשיבות מיוחדת עבור חברות משפחתיות המעוניינות לגייס הון.[[50]](#footnote-50) בני המשפחה השקיעו בחברה את מרבית חייהם, את ההון הראשוני, הפיתוח והידע, ושואפים לגייס הון כדי להרחיב את עסקי החברה על ידי הנפקת מניות למשקיעים זרים שאינם מבני המשפחה. מצד שני, בני המשפחה רוצים להמשיך לנהל את החברה ובו זמנית לחלק לכל המשקיעים את פירות הפעילות, דיבידנד, בצורה שוויונית ביחס להשקעתם בהון החברה. משקיעים רבים משקיעם מכספם בחברה כדי להנות מיכולת הניהול ומהמוניטין של משפחת המייסדים. במצב החוקי הקיים בישראל אין כל אפשרות להפריד בין זכות לקבלת דיבידנד לבין הזכות להנות בו זמנית מיכולת הניהול והמוניטין של המשפחה

למרות החוק, ניתן להנות מזכויות הצבעה עודפות בחברה מבלי להשקיע את מלוא ההון הנדרש באמצעות הקמת פירמידות. שיטה זו יושמה בחברות אי.די.בי, החברה לישראל, ועוד. פירמידות מאפשרות לשמר שליטה למרות השקעה נמוכה בהון החברה. מנגנון זה עלול לפגוע בבעלי מניות המיעוט יותר מאשר שני סוגי מניות בעלות זכויות שונות כי פירמידות מעודדות מינוף פיננסי משמעותי. אכן, שימוש בפירמידות הוגבל משמעותית עם אימוץ החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות, התשע"ד-2013, שהגביל, בסעיף 21, פירמידות שליטה בחברות ציבוריות רק לשתי שכבות של חברות ציבוריות ואסר על קיומן של חברות-בת שהן תאגידים מדווחים.[[51]](#footnote-51) עדיין קיימת האפשרות לשמר את השליטה המשפחתית באמצעות חברת אחזקות פרטית שאיננה תאגיד מדווח, ואף בפירמידה של חברות פרטיות, אך, כדי לשמר את השליטה, תהיה חברת האחזקות הפרטית חייבת להחזיק ברוב המניות של החברה הציבורית.[[52]](#footnote-52) במאמר סקירה, אדם ופרירה (2008)[[53]](#footnote-53) מציינים כי בספרות יש ראיות חד משמעיות לכך שזכויות הצבעה הן בעלות ערך. מלבד זאת, יש עדויות חזקות לכך שההגנה על הטבות פרטיות והרצון לשמור על שליטה במשפחה הם סיבות לבחירה בהנפקה עם שני סוגי מניות. הם מציינים גם כי עדויות המצביעות על כך שגיוס הון בבורסה באמצעות מבנה אחזקה עם שני סוגי מניות הוא זול יותר בהשוואה לגיוס הון מקרן פרייבט אקוויטי. מוקדם יותר, האוזר ולאוטרבך (2004)[[54]](#footnote-54) חקרו 84 איחודי מניות בחברות בשליטה משפחתית שהיו בהן שני סוגי מניות בישראל (שהיו מותרים בישראל טרום החקיקה משנת 1991). הם מצאו שבעלי מניות בעלות זכויות שליטה קיבלו פיצוי על אבדן מניות השליטה, וכי פיצוי זה היה פרופורציונלי לשיעור זכויות ההצבעה שאבדו.

באופן דומה, גם העניין של חברות טכנולוגיה ציבוריות בשני סוגי מניות תועד היטב. לאחר ההנפקה של גוגל ב-2004 באמצעות שני סוגי מניות, מייסדי חברות הטכנולוגיה אימצו לעתים קרובות שיטה זו כדי לגייס הון מהציבור ובו זמנית לשמור על השליטה בניהול באמצעות זכויות הצבעה באסיפה הכללית. לל, נטר, פולסון וקווין (2022) דיווחו כי 113 מתוך 517 ההנפקות הראשוניות בארצות הברית בשנים 2017 עד 2020 היו על ידי חברות עם שני סוגי מניות, ברובן חברות טכנולוגיה כמו Airbnb, Snap, Blue Apronו-Zoom. כיום, בחברות הטכנולוגיה הגדולות ביותר יש שני סוגי מניות: Google (Alphabet), Facebook (Meta), Zoom, Ford הייזמים בחברות אלה ממשיכים לשלוט בניהול החברה באמצעות שני סוגי מניות, גם אם חלקם בזכויות לדיבידנד קטן יחסית.

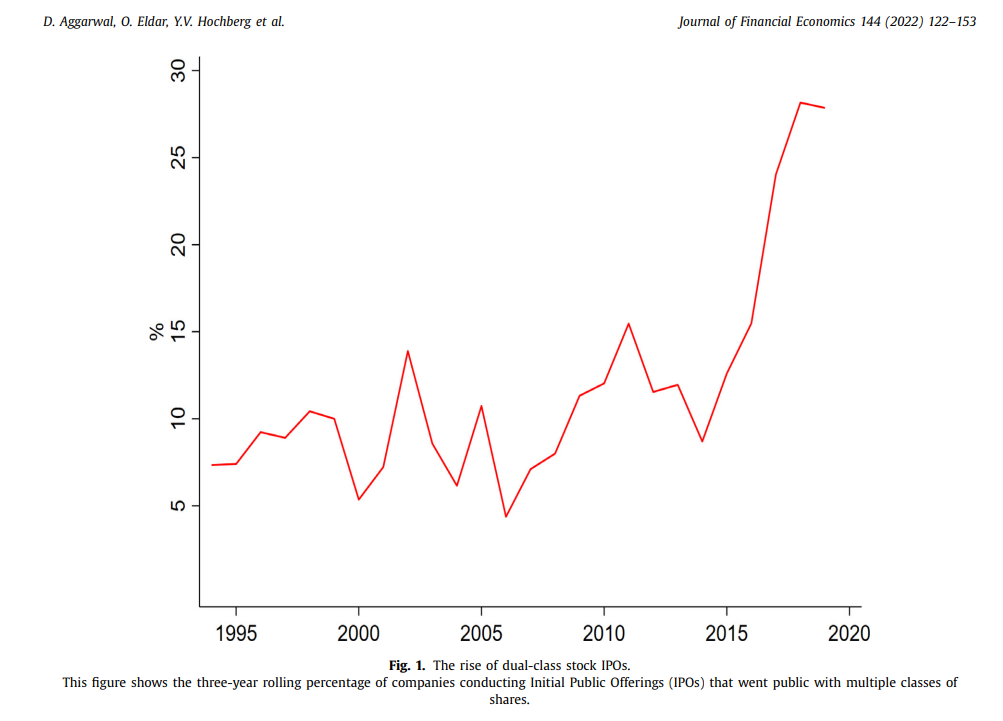
הצורך של חברות משפחתיות וחברות הי-טק במנגנונים מקדמי שליטה (CEMs) בכלל, ובשני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בפרט, שבהם מותנה רצונם לגייס כספים מהציבור באמצעות שוק ההון, איננו מיוחד לשוק הישראלי. מנגנונים אלה משקפים את הזכות הטבועה להתארגנות עצמאית (IRSO, Inherent Right to Self Organization), המבוססת על חופש החוזים המסורתי אשר לפיו, בכפוף לאמצעי זהירות נדרשים, מקובל ברב מדינות המערב להותיר בידי חברות את החירות להתארגן על פי צורכיהן. כל עוד ציבור רוכשי המניות מודע לכך שמדובר בחברה בעלת שני סוגי מניות עם זכויות הצבעה שונות, ויש חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין, וכל כיו"ב, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, יש להותיר בידי החברות את החירות להתארגן על פי צורכיהן, מחד גיסא, ובידי הציבור המבקש לרכוש את המניות של חברות אלה, מפני שהוא סומך על בני המשפחה, או על היזם, שישתמשו בכוחותיהם וביכולותיהם לטובת החברה, מאידך גיסא.

בעקבות המגמה בבורסות בארצות הברית, בורסות במדינות רבות שקבעו בעבר רישומים על פי עקרון "מניה אחת - קול אחד" - כמו הונג קונג וסינגפור – החלו לאפשר רישום מניות למסחר כאשר לחברות יש מספר סוגי מניות. סיבה מרכזית לשינוי הינה שמירת האטרקטיביות של הבורסות עבור חברות הטכנולוגיה שהעדיפו לגייס הון באמצעות שני סוגי מניות בבורסות בניו יורק. כיום, עקרון "מניה אחת - קול אחד" תקף בשוק הראשי של הבורסה לניירות ערך בלונדון, שבו עקרון "מניה אחת - קול אחד" עדיין עומד על תילו. ועדיין, לאחרונה מופעלים על הבורסה לניירות ערך בלונדון לחצים כבדים להתיר שני סוגי מניות בחברות בשל התחרות הבינלאומית, כולל זו של Euronext Amsterdam.

**6. מסקנות**

מאמר זה סוקר את תהליך חקיקת עקרון "מניה אחת – קול אחד" בישראל, עורך השוואה בינלאומית, ומוצא כי בניגוד למצב החוקי בישראל, רב הבורסות המובילות בעולם המערבי מאפשרות מסחר במניות חברה כאשר בחברה קיימים שני סוגי מניות. מימצאים אמפיריים מראים כי החלק היחסי של הנפקות של מניות חברות עם מספר סוגי מניות עלה בשנים האחרונות בארצות הברית ומניות של חברות אלה מהוות חלק משמעותי של הקפי המסחר בבורסות במדינות המערב. המסקנה העולה היא כי אסדרה רגולטורית המתירה שני סוגי מניות בעלות זכויות הצבעה שונות בחברות ציבוריות בישראל, חקיקה המסדירה את הכללים הראויים שיחולו על גילוי נאות, חובת אמונים, עסקאות עם בעלי עניין, וכל כיו"ב, וגם אכיפה קפדנית של כללים אלה, תהיה עקבית עם החקיקה בעולם המערבי ותעודד חברות לגייס הון בבורסה לניירות ערך בתל אביב. הדבר חשוב במיוחד לפתוח וצמיחת שוק ההון בישראל מפני שבין החברות הישראליות המצליחות יש חברות היי-טק וחברות משפחתיות שביטול העיקרון צפוי לעודד גיוס הון בבורסה בתל אביב ולא בחו"ל.

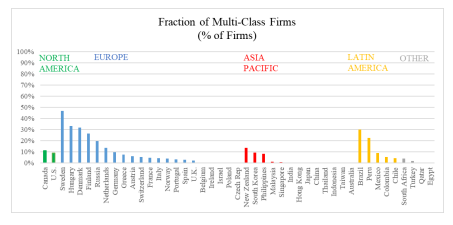
**תרשים 1 – החלק היחסי של הנפקות של חברות עם מספר סוגי מניות בארה"ב בשנים 1993 עד 2020.**



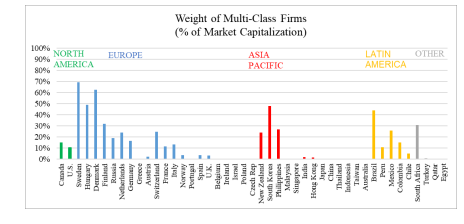
**תרשים 2 – שונות בין מדינות בשכיחות חברות ציבוריות עם שני סוגי מניות**

This figure shows the prevalence of multi-class firms as a fraction of listed firms and as a percentage of total market capitalization by country at the end of 2016. The sample covers publicly-listed firms from MSCI ACWI countries with total assets above $100 million and excludes financial and utility companies. Countries are sorted by the fraction of multi-class firms in each of the geographical regions.

**חלק I –** **שכיחות (%) מספר חברות ציבוריות עם שני סוגי מניות לפי מדינות**



**חלק II –** **שכיחות (%) של המסחר במניות החברות הציבוריות בעלות מספר סוגי מניות לפי מדינות**



מקור: Figure 2 in Kim, Matos and Xu (2018)

1. \* פרופ' דן וייס הוא ראש מרכז הראל לחקר שוק ההון בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב ופרופ' טליה איינהורן היא חוקרת בכירה אורחת בפקולטה לניהול ע"ש קולר באוניברסיטת תל אביב וחברה קבועה (Titular Member) באקדמיה הבינלאומית למשפט השוואתי. המחברים מודים למרכז רעיה שטראוס לחקר עסקים משפחתיים על תמיכתו במחקר זה. [↑](#footnote-ref-1)
2. סעיפים 9, 14(א) לחוק ניירות ערך (תיקון מס' 11), התשנ"א-1990, ספר החוקים 1334 (13 בדצמבר 1990). [↑](#footnote-ref-2)
3. Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document – Implact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies", Brussels, 12/12/2007, SEC(2007) 1705. [↑](#footnote-ref-3)
4. חוק ניירות ערך (תיקון מס' 10), התש"ן-1990, ה"ח 2006 (17 ביולי 1990). [↑](#footnote-ref-4)
5. ההצעה החריגה מהכלל שני סוגי מניות – מניות בכורה ומניות מדינה. מניות בכורה הוגדרו כמניות המקנות זכות עדיפה לדיבידנדים ואינן מקנות זכויות הצבעה. מניות מדינה מיוחדות הוגדרו כמניות שהממשלה החליטה כי הן דרושות לה לצורך שמירה על עניין חיוני, והמקנות לה זכויות מיוחדות כפי שקבעה הממשלה בהחלטתה. [↑](#footnote-ref-5)
6. דברי הכנסת, חוברת ח', עמ' 938 ואילך (3 בדצמבר 1990). [↑](#footnote-ref-6)
7. *Perrigo Company plc נ' Mylan NV*, תא (מחוזי תל אביב, המחלקה הכלכלית) 40274-09-15 (23/11/2015), השופטת רות רונן. [↑](#footnote-ref-7)
8. ר' הדיווח בפייננשל טיימס (13/11/2015) על תום ההליכים בארה"ב שם הגישה פריגו תביעה נוספת נגד מיילן –

   <https://www.ft.com/content/37a17658-8a0f-11e5-90de-f44762bf9896> [↑](#footnote-ref-8)
9. ר' הדיווח על ההליך בבית המשפט הפדרלי בארה"ב – <https://www.law360.com/cases/55fa935dcc43236a04000009/articles> [↑](#footnote-ref-9)
10. ר' השימוש במונח וההפנייה למקורו בפסק הדין של בית המשפט העליון של ארה"ב בעניין *Hall v. Geiger-Jones Co*., 242 US 539 (1917). [↑](#footnote-ref-10)
11. *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations* (by Carol A. Jones), vol. 5 (West 2011), § 2025 [↑](#footnote-ref-11)
12. Fletcher, ibid., § 2026 [↑](#footnote-ref-12)
13. H. Ballantine, *Manual of Corporate Law and Practice* (1930), § 171, at 573, cited by David L. Ratner, "The Government of Business Corporations: Critical Reflections on the Rule of the 'One Share, One Vote'", 56 *Cornell Law Review* 1, at pp. 3, 6 (1970). [↑](#footnote-ref-13)
14. Ratner, ibid., at p. 6 [↑](#footnote-ref-14)
15. Delaware – *Providence Worcester Co. v. Baker*, 378 A2d 121 (Del. 1977) [Fletcher, 150(5)] [↑](#footnote-ref-15)
16. 22 Del L Ch 166 (1901) [↑](#footnote-ref-16)
17. Ratner, ibid., at p. 7f. [↑](#footnote-ref-17)
18. Ratner, ibid., at p. 8 [↑](#footnote-ref-18)
19. Model Law כשמו כן הוא. הוא איננו מחייב כלשונו אף אחת ממדינות ארצות הברית, אבל המדינות יכולות להיעזר בו כמודל בעת שהן מחוקקות את חוק החברות המדינתי. ערכו כמודל נובע מכך שהוא מנוסח בידי ועדת דיני החברות (Committee on Corporate Laws) של ה-American Bar Association Business Law Section, ועדה אשר עם חבריה נמנים לא רק עורכי דין שהתמחו בתחום, אלא גם אקדמאים מהשורה הראשונה. מאז חקיקת חוק המודל הכינה הוועדה הן annotations לנוסח המקורי, והן עסקה בהכנת הנוסח המתוקן (Revised) של המודל המקורי, כדי לענות על חסרים שהתגלו כמו גם על צורכי הזמן – ר' Elliot Goldstein and Robert Hamilton, "The Revised Model Business Corporation Act", 38 *Business Lawyer* (1983) 1019-1029 [↑](#footnote-ref-19)
20. לגבי הבדלים מסוימים בין החוקים במדינות השונות, ר' "Validity of Variations from the One Share-One Vote Under Modern Corporate Law", 3 ALR 4th 1204 (1981) . [↑](#footnote-ref-20)
21. קטיגוריות נוספות של שינויים שעלולים להשפיע לרעה על זכויות בעלי המניות ניתן למצוא ב-Model Business Corporation Act, § 10.04 [↑](#footnote-ref-21)
22. ר' Fletcher, *supra* n. 10, § 2026, at p. 152 עם הפניות לחוקים מדינתיים; Thomas Lee Hazen and Jerry W. Markham, *Corporations and Other Business Enterprises*, 3rd ed. (West 2009), 394ff. [↑](#footnote-ref-22)
23. Louis Loss, *Securities Regulation* (Little, Brown and Co. 1961), p. 123 [↑](#footnote-ref-23)
24. Louis D. Brandeis, *Other People’s Money* (Stokes 1932), p. 92. [↑](#footnote-ref-24)
25. הדברים מובאים אצל Loss, הערה 22 דלעיל, בעמ' 124 ואילך. [↑](#footnote-ref-25)
26. הדברים מובאים אצל Loss, הערה 22 דלעיל, בעמ' 127. [↑](#footnote-ref-26)
27. Adolph Berle and Gardiner Means, *The Modern Corporation and Private Property* (Transaction Publishers rev. ed. 1991), pp. 71ff.. אמצעי נוסף להשגת מטרה זו היו הפירמידות. [↑](#footnote-ref-27)
28. באותו מקרה, ביקשה Fox Theaters Corp. לרשום למסחר 800,000 מניות מסוג A ללא זכות הצבעה. כל זכויות ההצבעה ניתנו למניות סוג B, כולן בבעלות נשיא החברה, וויליאם פוקס. ר' Louis Loss, Joel Seligman and Troy Paredes, *Securities Regulation*, 4th ed. (Wolters Kluwer 2009), vol. IV, p. 267. [↑](#footnote-ref-28)
29. שם, עמ' 267. [↑](#footnote-ref-29)
30. שם, עמ' 268. [↑](#footnote-ref-30)
31. שם, בעמ' 269 ואילך. [↑](#footnote-ref-31)
32. Joel Seligman, "Equal Protection in Shareholder Voting Rights: The One Common Share, One Vote Controversy", *George Washington Law Review* 54 (1986) 687, pp. 701f. [↑](#footnote-ref-32)
33. Daniel Fischel, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", *University of Chicago Law Review* 54 (1987) 119. הפניות למחקרים של ה-SEC ולמחקרים אקדמאים נוספים ר' Loss, Seligman and Paredes, *supra* n. 22, p. 272ff. [↑](#footnote-ref-33)
34. ר' את הרשימה המלאה אצל Loss, Seligman and Paredes, *ibid.*, p. 277 [↑](#footnote-ref-34)
35. *Business Roundtable v. SEC*, 905 F.2d 406 (DC Cir. 1990) [↑](#footnote-ref-35)
36. פרטים מלאים ר' Loss, Seligman and Paredes, *Fundamentals of Securities Regulation*, 6th ed. (Wolters Kluwer 2011), vol. 1, pp. 666ff. [↑](#footnote-ref-36)
37. שם, עמ' 667 ואילך. [↑](#footnote-ref-37)
38. על הליך התאמת הדינים הרלוונטיים לפיתוחו של השוק המשותף ר' Anthony Arnull and Damian Chalmers (eds.), *The Oxford Handbook of European Union Law* (Oxford University Press 2015). [↑](#footnote-ref-38)
39. Stefan Grundman, *European Company Law: Organization, Finance and Capital Markets (Ius Communitatis)*, 2nd ed. (Intersentia 2012). ר' את רשימת ההנחיות בדיני חברות באתר האיחוד האירופי http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/eu-company-law/index\_en.htm [↑](#footnote-ref-39)
40. Gower & Davies, Principles of Modern Company Law, 9th ed. (Paul L. Davies and Sarah Worthington), (Sweet & Maxwell 2012), p. 865 [↑](#footnote-ref-40)
41. ISS [Institional Shareholder Services], in cooperation with Shearman & Sterling llp, ecgi – "Report on the Proportionality Pinciple in the European Union", 2007 (להלן "דו"ח ISS 2007"). [↑](#footnote-ref-41)
42. Commission of the European Communities, Commission Staff Working Document – Implact Assessment on the Proportionality between Capital and Control in Listed Companies", Brussels, 12/12/2007, SEC(2007) 1705. [↑](#footnote-ref-42)
43. על פרטי השינוי בחוק והסיבות לו ר' Marco Ventoruzzo, "The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat", ECGI Working Paper No. 288/2015 (March 2015) [file:///C:/Users/Talia/Downloads/SSRN-id2574236.pdf](file:///C:\Users\Talia\Downloads\SSRN-id2574236.pdf) [↑](#footnote-ref-43)
44. שם, בעמ' 3 ואילך. [↑](#footnote-ref-44)
45. Shen Wei and Angus Young, "Dual Share Plan in Context: Making Sense of Hong-Kong's Decision Not to Embrace Alibaba's Listing", International Company and Commercial Law Review [2015], pp. 4-17. [↑](#footnote-ref-45)
46. Nick Ferguson, "What you need to know about Dual Class Shares", [↑](#footnote-ref-46)
47. Alun John, Update 1-Hong Kong Exchange proposes allowing corporate weighted voting rights", Reuters, January 31, 2020, <https://de.reuters.com/article/hkex-wvr/update-1-hong-kong-exchange-proposes-allowing-corporate-weighted-voting-rights-idUKL4N2A03JZ>" [↑](#footnote-ref-47)
48. Aggarwal, D., Eldar, O., Hochberg, Y. V., & Litov, L. P. (2022). The rise of dual-class stock IPOs. *Journal of Financial Economics*, *144*(1), 122-153. [↑](#footnote-ref-48)
49. Kim, J., Matos, P., & Xu, T. (2018). Multi-Class Shares Around the World: The Role of Institutional Investors. Working paper. Darden School of Business, University of Virginia.‏ [↑](#footnote-ref-49)
50. באיחוד האירופי התקבלה ההגדרה הבאה: חברה רשומה למסחר בבורסה לניירות ערך נחשבת חברה משפחתית אם האדם (אנשים) שהקים את החברה או רכש את מניותיה, או בני משפחתם או צאצאיהם מחזיקים, במישרין או בעקיפין, ב-25% ממניות ההצבעה (decision-making rights), על פי חלקם בהון החברה (בניגוד לחברה לא רשומה, אשר בה בחברה משפחתית על האנשים האמורים להחזיק, במישרין או בעקיפין, ברוב מניות ההצבעה) – ראו

    http://ec.europa.eu/growth/smes/promoting-entrepreneurship/we-work-for/family-business/index\_en.htm [↑](#footnote-ref-50)
51. עדיין קיימת האפשרות האופציה של שימור שליטה משפחתית באמצעות [↑](#footnote-ref-51)
52. ר' שיר לוטם ולידר שגב, "שימור שליטה משפחתית באמצעות חברת אחזקות פרטית בחברות ציבוריות בישראל", עבודה סמינריונית בהדרכת פרופ' דן וייס (סמסטר ב', תשע"ה). [↑](#footnote-ref-52)
53. Adams, R., & Ferreira, D. (2008). One share-one vote: The empirical evidence. *Review of Finance*, *12*(1), 51-91. [↑](#footnote-ref-53)
54. Hauser, S., & Lauterbach, B. (2004). The value of voting rights to majority shareholders: Evidence from dual-class stock unifications. *Review of Financial Studies*, *17*(4), 1167-1184. [↑](#footnote-ref-54)